

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2020年07月13日
市场数据

目前股价	29.75
总市值（亿元）	356
流通市值（亿元）	356
总股本（万股）	11.97
流通股本（万股）	11.97
12个月最高/最低	31.4/12.64

分析师

分析师：张潇 S1070518090001

☎ 0755-83881635

✉ xiaozhang@cgws.com

分析师：林彦宏 S1070519060001

☎ 0755-83881635

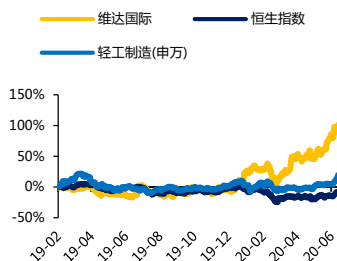
✉ linyh@cgws.com

联系人（研究助理）：邹文婕

S1070119010007

☎ 0755-83559624

✉ zouwenjie@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

盈利能力创新高，H1 业绩超预期

——维达国际（3331.HK）2020H1 业绩预告点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	14879	16074	16627	18093	19645
(+/-%)	10.3%	8.0%	3.4%	8.8%	8.6%
净利润	651	1140	1815	2042	2243
(+/-%)	4.9%	75.1%	59.3%	12.5%	9.8%
摊薄 EPS	0.54	0.95	1.52	1.71	1.88
PE	55	31	20	17	16

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- H1 业绩超预期，Q2 经营溢利同比增长 152%。**公司发布 2020H1 业绩预告，预计 H1 营业收入 76.34 亿港元，同比-3.3%（剔除汇率因素，同比+1%）；经营溢利 12.6 亿港元，同比增加 100%；权利持有人应占溢利为 9.13 亿港元。Q2 单季来看，预计实现收入 42.15 亿港元，同比+10.57%（剔除汇率因素，同比+15%）；经营溢利 7.3 亿港元，同比 152.6%；权利持有人应占溢利为 5.35 亿港元。
- 纸巾业务收入修复，个护整体稳健。**Q1 疫情对公司湖北产能产生较大影响，纸巾 Q1、Q2 同比-20.14%、+13.53%，Q2 随着复产复工及渠道补库，增速明显修复，H1 纸巾业务降幅收窄至-3.98%。个护 Q1、Q2 分别同比+3%、-2.6%，H1 同比+0.22%。预计海外 Q2 个护业务受到疫情影响较大，国内卫品仍在快速推进。
- 高端产品持续发力，电商渠道放量，盈利能力创下新高。**盈利能力来看，公司 Q2 经营溢利 Q2 经营溢利率达 17.32%（同比+9.74pcpts，环比+1.91pcpts），H1 经营溢利达 16.47%。Q2 净利率达 12.7%，H1 净利率为 12%（同比+6.4pcpts）。盈利能力创下新高，主要有以下四点原因：1）防疫需求下，公司湿巾需求旺盛；2）深耕产品力及品牌营销，Tempo、立体美、Libresse 等高端产品持续放量；3）疫情常态化，线上渠道占比提升抬升盈利能力；4）木浆价格相比去年同期大幅下降。
- 投资建议：**考虑到 H1 公司高端产品及线上渠道发力带来的高盈利，以及全年木浆价格持续低位，上调 2020-2021 年 EPS 至 1.52、1.71 港元，对应 PE 为 20、17x，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：**原材料价格上涨风险；产能释放不及预期；行业产能扩张大于需求，竞争加剧；扩品类推广不及预期；营销渠道建设不及预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万 HKD)						主要财务指标					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	14879	16074	16627	18093	19645	成长性					
营业成本	10692	11089	10725	11670	12671	营业收入增长	10.33%	8.04%	3.44%	8.82%	8.57%
销售费用	2380	2575	2644	2804	3006	营业成本增长	12.71%	3.71%	-3.29%	8.82%	8.57%
管理费用	759	856	877	947	1037	营业利润增长	14.36%	29.12%	36.15%	8.48%	8.03%
财务费用	222	199	205	224	243	利润总额增长	3.90%	71.64%	59.27%	12.49%	9.82%
投资净收益	0	0	0	0	0	净利润增长	4.86%	75.06%	59.27%	12.49%	9.82%
营业利润	1990	2570	3499	3796	4101	盈利能力					
营业外收支	-54	35	9	10	11	毛利率	28.14%	31.01%	35.50%	35.50%	35.50%
利润总额	737	449	808	769	800	销售净利率	4.38%	7.09%	10.92%	11.29%	11.42%
所得税	148	232	370	416	457	ROE	7.46%	12.88%	18.30%	16.63%	14.63%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	0.85%	1.39%	2.04%	1.96%	1.91%
净利润	651	1140	1815	2042	2243	营运效率					
资产负债表 (MHKD)						销售费用/营业收入	15.99%	16.02%	15.90%	15.50%	15.30%
流动资产	5785	5632	6499	9959	11865	管理费用/营业收入	5.10%	5.33%	5.27%	5.23%	5.28%
货币资金	574	487	2030	3989	6538	财务费用/营业收入	1.49%	1.24%	1.24%	1.24%	1.24%
应收账款	2465	2221	2626	2649	3079	投资收益/营业利润	0.00%	-0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
存货	2746	2924	1842	3321	2248	应收账款周转率	6.19	6.86	6.86	6.86	6.86
非流动资产	13282	13616	14117	14856	15593	存货周转率	3.69	3.91	4.50	4.52	4.55
固定资产	8997	9127	9279	9510	9818	流动资产周转率	2.54	2.82	2.74	2.20	1.80
资产总计	19068	19248	20616	24815	27458	总资产周转率	0.78	0.84	0.83	0.80	0.75
流动负债	5649	5302	4827	5974	4585	偿债能力					
短期借款	973	462	373	278	188	资产负债率	54.09%	53.80%	49.02%	43.90%	38.99%
应付款项	2394	2832	2389	3446	2889	流动比率	1.02	1.06	1.35	1.67	2.59
非流动负债	4688	4976	4435	4709	5113	速动比率	0.54	0.51	0.96	1.11	2.10
长期借款	4223	4498	3968	4201	4561	每股指标 (HKD)					
负债合计	5649	5302	4827	5974	4585	EPS	0.54	0.95	1.52	1.71	1.88
股东权益	8730	8970	10875	13690	16967	每股净资产	7.31	7.51	9.50	11.83	14.86
股本	119	119	119	119	119	每股经营现金流	1.11	1.15	2.46	3.13	3.68
留存收益	8730	8970	10875	13690	16967	每股经营现金/EPS	2.05	1.21	1.62	1.83	1.96
少数股东权益	0	0	0	0	0	估值					
负债和权益总计	19068	19248	20137	24374	26664	PE	54.59	31.19	19.58	17.41	15.85
现金流量表 (MHKD)						PEG	5.29	3.88	5.69	1.97	1.85
经营活动现金流	1332	1378	2937	3743	4401	PB	4.07	3.96	3.13	2.52	2.00
其中营运资本减少	-282	0	205	224	243	EV/EBITDA	3.97	3.07	2.26	2.08	1.93
投资活动现金流	-1184	-808	-1609	-1853	-1895	EV/SALES	0.53	0.49	0.47	0.44	0.40
其中资本支出	1317	846	1618	1843	1886	EV/IC	0.45	0.47	0.44	0.37	0.33
融资活动现金流	-57	-664	209	81	46	ROIC/WACC	16.85%	27.61%	40.62%	39.04%	37.94%
净现金总变化	40	-88	1543	1959	2549	REP	6.25	3.52	1.96	1.73	1.57

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>